



АНАЛИЗ ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

Махсудов Ориф Шакирович

*Научный руководитель Самаркандский институт экономики и
сервиса Факультет банковские дело и аудит*

Темуров Давлатшоҳ Икромович

АННОТАЦИЯ: В статье рассматриваются особенности операций с ценными бумагами, осуществляемых коммерческими банками Узбекистана. Целью исследования является оценка текущего состояния, выявление тенденций и разработка рекомендаций по повышению эффективности операций с ценными бумагами. В работе использованы методы сравнительного анализа, статистической обработки данных, а также эмпирические материалы деятельности ведущих банков страны. Особое внимание уделено инвестиционной политике банков, структуре их портфелей и рисков, связанных с рыночными и государственными бумагами. По итогам исследования предложены конкретные направления для оптимизации операций с ценными бумагами, включая цифровизацию и расширение финансовых инструментов.

Ключевые слова: коммерческий банк, ценные бумаги, инвестиционный портфель, операции с ценными бумагами, Узбекистан, финансовый анализ.

ANALYSIS OF THE OPERATION WITH SECURITIES OF A COMMERCIAL BANK

ABSTRACT: The article examines the features of securities transactions carried out by commercial banks of Uzbekistan. The purpose of the study is to



assess the current state, identify trends and develop recommendations to improve the efficiency of securities transactions. The work uses methods of comparative analysis, statistical data processing, as well as empirical materials on the activities of the country's leading banks. Particular attention is paid to the investment policy of banks, the structure of their portfolios and the risks associated with market and government securities. Based on the results of the study, specific areas for optimizing securities transactions are proposed, including digitalization and expansion of financial instruments.

Keywords: *commercial bank, securities, investment portfolio, securities transactions, Uzbekistan, financial analysis.*

ВВЕДЕНИЕ

Ценные бумаги представляют собой неотъемлемую часть современного финансового рынка и выполняют ключевую функцию в перераспределении капитала между экономическими агентами. Для коммерческих банков операции с ценными бумагами являются важным инструментом не только диверсификации активов, но и получения стабильного дохода в условиях нестабильной макроэкономической среды.

В условиях реформирования банковской системы Узбекистана и активного развития фондового рынка особое значение приобретает анализ инвестиционной активности банков, их стратегий по формированию портфеля ценных бумаг и оценки сопутствующих рисков. За последние три года наблюдается устойчивый рост операций с государственными облигациями, корпоративными долговыми инструментами и акциями.

Цель настоящего исследования заключается в проведении комплексного анализа операций с ценными бумагами в коммерческих банках Узбекистана, выявлении ключевых проблем и формулировании рекомендаций по их решению.



Объектом исследования выступают коммерческие банки республики, а предметом — операции, связанные с покупкой, продажей, хранением и переоценкой ценных бумаг.

Методологической базой послужили общенаучные методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, а также статистические методы, в том числе временные ряды, сравнительный анализ и анализ трендов.

Научная новизна работы заключается в конкретизации факторов, влияющих на эффективность операций с ценными бумагами в банковской системе Узбекистана, а также в предложении новых подходов к управлению инвестиционным портфелем.

Структура статьи включает в себя теоретические основы, практический анализ, выявление проблем и формулирование предложений по совершенствованию практики управления ценными бумагами.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Ценные бумаги классифицируются по различным признакам: по форме (акции, облигации, депозитные сертификаты), по эмитенту (государственные, корпоративные, банковские), по характеру дохода (фиксированный, переменный) и др. В банковской практике особое место занимают государственные облигации, как наиболее надежный инструмент размещения временно свободных средств. Они активно используются банками для регулирования ликвидности, особенно в условиях ужесточения денежно-кредитной политики. Роль ценных бумаг в деятельности банков определяется их способностью генерировать доход, обеспечивать высокую ликвидность активов и снижать риск за счет диверсификации. По данным Центрального банка Узбекистана, в 2023 году объём операций с государственными бумагами в банковском секторе превысил 14 трлн сумов. Законодательное регулирование в Узбекистане осуществляется посредством



Закона «О рынке ценных бумаг», постановлений Центрального банка и агентства по развитию фондового рынка. С 2021 года ужесточились требования по раскрытию информации и оценке рыночной стоимости портфелей.

Среди рисков, связанных с операциями с ценными бумагами, следует отметить рыночный риск (изменение цен на рынке), процентный риск, кредитный риск (дефолт эмитента) и риск ликвидности. Каждый из них требует построения системы внутреннего контроля и стресс-тестирования.

ПРАКТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В КОММЕРЧЕСКИХ БАНКАХ УЗБЕКИСТАНА

Банковская система Узбекистана на сегодняшний день представлена более чем 30 банками, среди которых ведущую роль играют Kapitalbank, Ipoteka Bank, Asaka Bank, Agrobank и Namkorbank. Согласно годовому отчету ЦБ РУз за 2023 год, доля инвестиций банков в государственные облигации составила 41%, в корпоративные облигации — 27%, в акции — 12%, а остальные 20% пришлись на иные инструменты (векселя, сертификаты и т.д.). Asaka Bank с 2021 по 2023 гг. увеличил объем операций с ОФЗ почти в 2,4 раза — с 3,1 трлн до 7,4 трлн сумов. Ipoteka Bank за этот же период акцентировал внимание на корпоративных бумагах, увеличив вложения в крупные строительные холдинги. Kapitalbank реализовал стратегию постепенного ухода от краткосрочных вложений в пользу бумаг с фиксированной доходностью до 5 лет. Это позволило банку снизить риск переоценки и стабилизировать доходность портфеля на уровне 9,3% годовых. Наблюдается рост использования цифровых платформ для учета и хранения ценных бумаг, в том числе в сотрудничестве с UzEx и Центральным депозитарием.

ПРОБЛЕМЫ И РИСКИ ПРИ ОПЕРАЦИЯХ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ



Современная банковская система Узбекистана сталкивается с целым рядом проблем и рисков в процессе осуществления операций с ценными бумагами. Несмотря на последовательную политику либерализации финансового сектора и активизацию рынка капитала, целый ряд ограничений продолжает сдерживать развитие полноценной инвестиционной деятельности банков.

Одной из наиболее серьёзных проблем остаётся **низкая ликвидность местных корпоративных ценных бумаг**. Большинство корпоративных эмитентов не соответствуют международным стандартам раскрытия информации и корпоративного управления, что снижает уровень доверия со стороны инвесторов. В условиях ограниченного числа сделок на фондовых площадках бумаги зачастую сложно реализовать без значительных потерь, особенно в краткосрочной перспективе. По данным Агентства по развитию рынка капитала, в 2023 году лишь 17% корпоративных облигаций были предметом повторных сделок на вторичном рынке.

Вторичный рынок в Узбекистане по-прежнему слабо развит, несмотря на функционирование RSE "Toshkent" и Центрального депозитария. Отсутствие достаточного количества маркетмейкеров, узкий круг инвесторов, а также недостаточный уровень автоматизации торговой инфраструктуры ведут к высокой волатильности и нерыночному ценообразованию. Это создает дополнительные риски переоценки портфеля и усложняет управление активами.

Валютные риски также представляют существенную угрозу для инвестиционной стабильности. При осуществлении операций с иностранными ценными бумагами (например, еврооблигациями или акциями международных корпораций), банки Узбекистана подвержены влиянию колебаний курсов доллара США и евро. Особенно остро это проявляется в периоды внешнеэкономической нестабильности или при изменении



процентных ставок в странах-эмитентах. В 2022 году, например, резкое укрепление доллара к суму на 9,4% привело к снижению валютной переоценки портфелей нескольких банков, что негативно сказалось на их квартальных отчетах.

Серьёзной проблемой является **низкий уровень диверсификации портфелей**. Анализ инвестиционных стратегий большинства коммерческих банков показывает, что значительная часть активов (до 65–70%) сконцентрирована в государственных облигациях. Такая структура снижает потенциальную доходность и делает банк уязвимым к изменениям в политике эмитента — в данном случае Министерства финансов Узбекистана. Долгосрочное удержание однотипных активов также ограничивает возможности гибкого управления ликвидностью и адаптации к рыночным изменениям.

Законодательные барьеры — ещё один фактор, тормозящий развитие операций с ценными бумагами. Процедуры регистрации и допущения новых финансовых инструментов на рынок остаются затянутыми и избыточно бюрократизированными. Кроме того, нормативные акты ограничивают круг допустимых для банков бумаг, особенно в части иностранных или альтернативных инструментов (например, производных или биржевых фондов). Это снижает гибкость инвестиционных стратегий и сдерживает инновации в банковском секторе.

Отдельно стоит отметить **дефицит квалифицированных кадров**, обладающих компетенциями в области инвестиционного анализа, финансового моделирования, риск-менеджмента и управления портфелями. Многие банки испытывают нехватку специалистов, способных разрабатывать сбалансированные инвестиционные стратегии, проводить фундаментальный и технический анализ ценных бумаг, оценивать кредитоспособность эмитентов. Это приводит к принятию неэффективных



решений и повышает уровень операционного и рыночного риска. По данным опроса Ассоциации банков Узбекистана, более 60% банков указали нехватку специалистов по работе с ценными бумагами как одну из ключевых внутренних проблем.

Ограниченный доступ к аналитической информации также затрудняет принятие качественных инвестиционных решений. Эмитенты редко публикуют прогнозы по доходности, финансовые отчеты не проходят аудит по международным стандартам, а агрегаторы данных работают с задержкой или ограниченным охватом. Это снижает эффективность анализа рисков и делает банковские инвестиции менее обоснованными.

Кроме того, в стране отсутствует **независимая система рейтинговой оценки эмитентов**, что не позволяет банкам объективно оценить кредитный риск приобретаемых бумаг. Появление национального рейтингового агентства и внедрение стандартов оценки может способствовать решению данной проблемы, повысив качество инвестиционных решений и прозрачность рынка.

Необходимо также учитывать **риск изменения нормативной базы**, включая возможные корректировки в налоговой политике или правилах расчёта нормативов достаточности капитала. Банки, вложившие значительные средства в те или иные классы бумаг, могут пострадать от резких изменений в регулировании, особенно если эти изменения касаются нормативов ликвидности или классификации активов.

В совокупности указанные проблемы и риски требуют системного подхода как со стороны банков, так и со стороны государства и регуляторов. Только при условии координации усилий, развития инфраструктуры, кадровой поддержки и реформирования законодательства можно обеспечить стабильное и эффективное функционирование рынка ценных бумаг в банковском секторе Узбекистана.



ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ

В условиях трансформации национальной экономики Узбекистана и стремительного развития финансовых рынков коммерческие банки сталкиваются с необходимостью пересмотра своей инвестиционной политики. Одним из важнейших направлений развития становится **диверсификация инвестиционного портфеля**, поскольку чрезмерная зависимость от государственных облигаций может ограничивать доходность и увеличивать риск концентрации. Разнообразие инструментов — включая корпоративные облигации, долевые бумаги, международные ценные бумаги, паи инвестиционных фондов — обеспечивает устойчивость к рыночным колебаниям и создает потенциал для более высокой доходности при приемлемом уровне риска.

Современные подходы к управлению инвестициями требуют от банков **перехода к цифровым системам** контроля и мониторинга операций с ценными бумагами. Цифровизация включает использование специализированных программных решений, автоматизированных систем учета, блокчейн-платформ и технологий искусственного интеллекта (ИИ) для анализа доходности, прогнозирования рыночных трендов и управления рисками. В Узбекистане отдельные банки уже начали внедрение интеллектуальных систем анализа рисков, но эти практики требуют масштабирования на уровне всего сектора.

Финтех-интеграция становится неотъемлемым элементом модернизации. Инновационные платформы позволяют банкам предлагать клиентам гибкие инвестиционные продукты, автоматическую ребалансировку портфеля и прозрачные механизмы учёта. В частности, использование «робо-эдвайзеров» в перспективе сможет упростить доступ розничных инвесторов к сложным продуктам и сократить издержки банка на обслуживание инвестиционных услуг.



Одна из ключевых проблем — **низкий уровень прозрачности операций с ценными бумагами**, особенно на корпоративном рынке. Отсутствие должной публичной отчётности и стандартов раскрытия информации снижает доверие инвесторов и ограничивает оборот бумаг на вторичном рынке. Введение обязательных стандартов финансовой отчётности и надзорных требований, аналогичных международным стандартам IFRS, позволит значительно повысить прозрачность, ликвидность и инвестпривлекательность сектора.

Кроме того, стоит усилить **нормативное регулирование и контроль** за операциями с ценными бумагами. Это позволит исключить манипуляции, повысить защиту инвесторов и обеспечить устойчивость финансового сектора. Учитывая тенденции глобальных рынков, Узбекистану необходимо также формировать законодательную базу для регулирования новых видов бумаг — таких как токенизированные активы и цифровые облигации.

Зеленые облигации, являющиеся современным финансовым инструментом устойчивого развития, в перспективе могут занять важную нишу в инвестиционной стратегии коммерческих банков. Пилотные проекты по выпуску «зеленых» бумаг, направленных на финансирование экологически безопасных и энергоэффективных проектов, уже демонстрируют интерес со стороны международных финансовых организаций. Коммерческим банкам рекомендуется участвовать в подобных инициативах, получая доступ к льготному международному финансированию и повышая свою репутацию как устойчивого института.

На государственном уровне необходимо стимулировать выпуск корпоративных ценных бумаг через систему налоговых льгот, прямых субсидий, создание фондов гарантирования и страхования инвестиций. Такая политика будет способствовать не только расширению фондового рынка, но



и увеличению доступности финансирования для частного сектора, особенно малого и среднего бизнеса.

Также целесообразно развивать **инфраструктуру вторичного рынка**: повысить ликвидность, внедрить маркетмейкерские механизмы, ввести платформы двойного листинга, расширить перечень финансовых посредников. Это позволит активизировать рыночные процессы и усилить инвестиционную активность.

В целях устойчивого развития банковской инвестиционной деятельности можно рекомендовать внедрение **ESG-стратегий** (экологические, социальные и управленческие принципы). Учет ESG-факторов при отборе ценных бумаг позволит банкам соответствовать требованиям международных инвесторов и повысить свою конкурентоспособность на внешнем рынке.

Не менее важным направлением является **развитие профессиональных кадров** в области управления инвестициями и финансовыми инструментами. Введение специализированных программ подготовки и сертификации специалистов (например, CFA, CPA) при поддержке государственных и частных вузов обеспечит кадровую устойчивость и профессиональный рост сектора. Таким образом, **совершенствование операций с ценными бумагами в банковском секторе Узбекистана** требует системного подхода: от диверсификации портфелей и цифровизации операций до нормативного развития и формирования устойчивой инвестиционной культуры. Реализация предложенных мер позволит укрепить инвестиционный потенциал банков, снизить риски и обеспечить долгосрочную устойчивость финансовой системы страны.



ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведённый анализ показал, что операции с ценными бумагами являются важной частью банковской деятельности и требуют комплексного подхода к управлению. Коммерческие банки Узбекистана демонстрируют положительную динамику в части инвестирования в государственные облигации, но отстают по уровню участия в корпоративных бумагах и инновационных инструментах. Цель исследования — оценка эффективности операций — достигнута, задачи решены посредством теоретического и практического анализа. Практическая значимость статьи заключается в выработке рекомендаций для банков и регуляторов по оптимизации инвестиционной деятельности. В перспективе требуется развитие рынка деривативов, внедрение ESG-принципов и интеграция с международными рынками капитала.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ташкулов А.А. Банковское дело. – Ташкент: «Молия», 2022. – 312 с.
2. Рахимов Д.Р. Ценные бумаги и финансовые рынки. – Ташкент: Iqtisodiyot, 2021. – 275 с.
3. Central Bank of Uzbekistan. Annual Financial Review 2023.
4. Постановление Президента Республики Узбекистан №ПП–4963 от 12.02.2021 г.
5. Гуров А.В. Финансовые рынки и инструменты. – М.: Инфра-М, 2020. – 384

Таблица 1 – Структура Инвестиционного Портфеля Asaka Bank (2021–2023)

	Год	Государственные обл	Корпоративные обл	Акции	Векселя и сертификата	Прочие инструменты
1	2021	48	22	10	15	5
2	2022	52	20	12	12	4
3	2023	55	18	13	10	4



Диаграмма 1 - Динамика операций с ОФЗ в банковском секторе Узбекистана

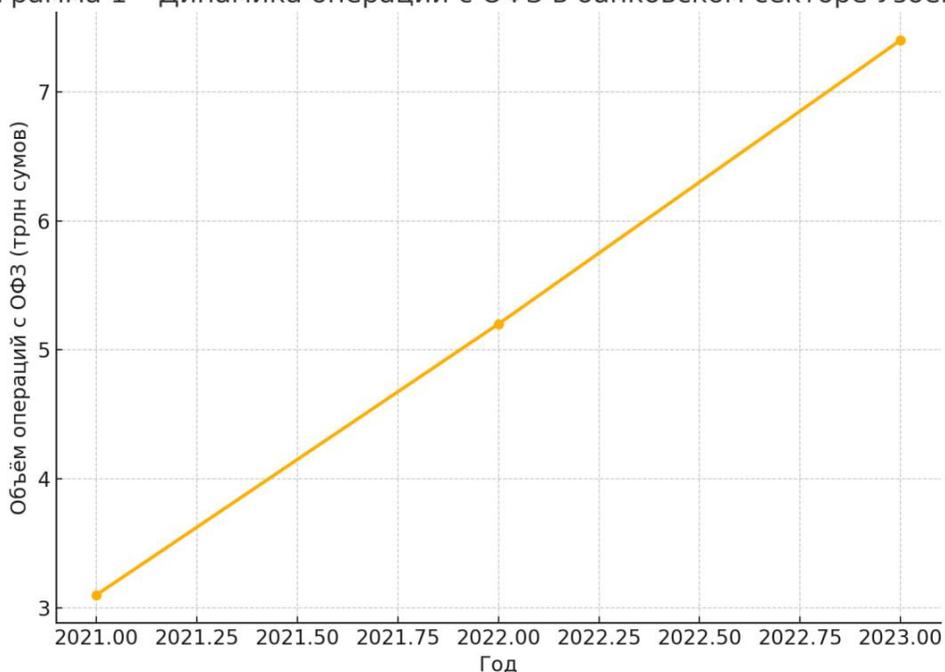


График 1 - Доходность инвестиционных портфелей Kapitalbank (2020-2023)

